

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	110,000 원(유지)
증가(2018/11/14)	72,500 원

Stock Indicator	
자본금	4십억원
발행주식수	784만주
시가총액	569십억원
외국인지분율	13.1%
52주 주가	62,300~101,500원
60일평균거래량	30,317주
60일평균거래대금	2.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.2	-19.1	-11.5	-5.5
상대수익률	-4.0	-7.2	10.3	5.7



FY	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	881	1,296	1,311	1,337
영업이익(십억원)	51	76	79	81
순이익(십억원)	35	63	61	62
EPS(원)	6,928	8,070	7,731	7,901
BPS(원)	37,786	44,409	51,914	59,589
PER(배)	n/a	9.0	9.4	9.2
PBR(배)	n/a	1.6	1.4	1.2
ROE(%)	24.2	19.7	16.1	14.2
배당수익률(%)	n/a	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	n/a	6.5	5.7	5.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

매일유업(267980)

건조한 영업흐름 지속, 저평가 매력도 동시 부각

3Q18 Review: 시장기대치를 소폭 하회하는 영업실적 시현

매일유업의 3Q18 개별기준 매출액과 영업이익은 각각 3,335 억원 (-1.4% YoY), 212 억원 (-1.0% YoY, 동일회계기준 적용시 +1.2% YoY)으로, 중국향 분유수출 공백 최소화, 비용효율화 및 성수기 진입에 따른 이익개선에도 불구하고 일부 원가상승 영향에 따라 시장기대치 (228 억원)을 소폭 하회하는 영업실적을 시현했다.

국내 신생아수 감소 등 국내 조제분유 시장과 관련된 환경악화 흐름이 일부 지속되고 있어 내수분유 외형축소 부담은 이어졌으나 (-7.0% YoY 추정), 외형 축소폭은 1H18 대비 완화되었다. 동종업체대비 시장지배력은 상대적으로 견고한 상황이며, 향후 매출액 하락폭 축소에 따른 부담완화 가능성에 무게를 둔다. 최근 온라인채널 내 조제분유 카테고리의 경쟁강도가 일부 낮아지는 등 우호적인 상황을 고려한다면 외형축소에도 불구하고, 영업이익에 대한 눈높이는 유지 가능하다는 판단이다.

중국 분유수출은 사드영향 및 신조제분유법 영향이 일부 완화된 것으로 판단하며, 3Q18 수출액은 110 억원 (+55.0% YoY)수준으로 추정한다. 카테고리 특성상 브랜드력 약화가 어렵다는 점을 감안할 때 대외적 리스크 해소에 따른 빠른 외형회복이 기대되며, 추가적으로 신조제분유법 실효 이후 시장 내 지배력 확대 가능성 또한 긍정적이다.

백색시유의 경우 3 분기 성수기 영향으로 외형이 증가하는 동시에 수익관리를 통한 일부 손실축소가 이루어졌다. 가공유, 프리미엄유제품 등 성수기 진입제품의 시장지위 또한 견조하다. 다만 시장경쟁 심화에 따른 커피음료 외형성장 일부 둔화 등에 따라 제품믹스 개선효과가 다소 낮아지면서 원가부담이 증가한 것으로 판단한다.

건조한 영업흐름 지속, 저평가 매력도 동시 부각

국내 유제품시장 및 중국관련 영업환경에 대한 우려에 따라 음식료업종대비 할인폭이 높은 상황이다. 그러나 유업계 동종업체 중 가장 견고한 시장지배력 지속성을 보이고 있다는 점과 중국 상황개선에 따른 수출분유 매출액 추가확대 가능성이 가장 높은 상황임을 감안할 필요가 있다. 추가적으로 2018 년이 대내외적으로 국내 유제품시장에 어려운 환경임에도 불구하고, 여타업체와 달리 가격인상 및 신제품출시 전략을 아직 보이지 않고 있다는 점을 고려한다면 2019 년 이와 관련된 기대감을 갖기에도 충분한 여건이라는 판단이다. 따라서 건조한 기초체력 지속성에 영업실적 추가개선 요인이 확인될 경우 대외환경 악화 우려에 대한 디스카운트 해소 및 밸류에이션 매력도까지 부각될 것으로 예상된다.

표 1. 매일유업 3Q18 개별기준 영업실적 및 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	3Q18P	3Q17	YoY %	하이추정치	diff(% , %p)	Consensus	diff(% , %p)
매출액	333.5	338.3	(1.4)	336.2	(0.8)	345.1	(3.3)
영업이익	21.2	21.4	(1.0)	22.3	(4.8)	22.8	(7.2)
영업이익률 %	6.4	6.3	0.0	6.6	(0.3)	6.6	(0.3)
세전이익	18.6	20.2	(8.2)	20.0	(7.2)	22.5	(17.4)
세전이익률 %	5.6	6.0	(0.4)	6.0	(0.4)	6.5	(0.9)

자료: FnGuide, 하이투자증권

주: 컨센서스는 2018년 11월 14일 기준

표 2. 매일유업 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
개별 매출액	327.6	325.3	338.3	326.5	321.0	319.2	333.5	322.1	1,317.8	1,304.7	1,320.1
분류부문	39.3	38.9	39.7	43.9	37.6	39.4	41.4	44.3	161.8	162.7	162.8
국내	33.0	31.4	32.5	35.2	30.0	28.4	30.2	33.4	132.0	122.0	119.0
중국	6.4	7.6	7.2	8.7	7.6	11.0	11.2	10.9	29.8	40.7	43.8
시유부문	74.6	72.8	74.7	74.7	75.4	73.5	76.2	75.0	296.8	300.1	300.1
발효유부문	24.5	29.4	24.0	20.9	24.5	30.0	25.4	21.3	98.7	101.2	101.7
음료 및 기타	189.2	184.2	200.0	187.1	183.5	176.2	199.5	181.4	760.4	740.7	755.5
YoY %	1.9%	-1.8%	-0.3%	-2.9%	-2.0%	-1.9%	-1.4%	-1.3%	-0.8%	-1.0%	1.2%
분류부문	-3.9%	-19.1%	-14.8%	-19.5%	-4.3%	1.1%	4.3%	1.0%	-14.9%	0.5%	0.1%
국내	-9.0%	-10.0%	-8.5%	-9.0%	-9.0%	-9.5%	-7.0%	-5.0%	-9.1%	-7.6%	-2.5%
중국	35.0%	-43.0%	-35.0%	-45.0%	20.0%	45.0%	55.0%	25.0%	-33.6%	36.2%	7.8%
시유부문	-0.5%	-2.0%	-2.5%	-1.0%	1.0%	1.0%	2.0%	0.5%	-1.5%	1.1%	0.0%
발효유부문	1.0%	4.5%	5.0%	2.0%	0.0%	2.0%	6.0%	2.0%	3.2%	2.5%	0.5%
음료 및 기타	4.4%	2.0%	3.4%	0.7%	-3.0%	-4.3%	-0.3%	-3.0%	2.6%	-2.6%	2.0%
개별 영업이익	11.8	18.5	21.4	16.2	16.4	18.9	21.2	19.2	68.0	75.7	80.0
YoY %	-4.2%	51.5%	-1.5%	-29.0%	39.4%	2.2%	-1.0%	18.1%	-1.7%	11.4%	5.7%
OPM %	3.6%	5.7%	6.3%	5.0%	5.1%	5.9%	6.2%	6.0%	5.2%	5.8%	6.1%

자료: 매일유업, 하이투자증권

주: 사업부문별 영업실적은 하이투자증권 예상 및 추정치를 반영함

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	331	372	420	478
현금 및 현금성자산	37	76	118	168
단기금융자산	17	17	17	17
매출채권	168	170	172	175
재고자산	102	103	107	112
비유동자산	260	219	225	230
유형자산	220	179	185	191
무형자산	8	8	8	8
자산총계	591	591	645	709
유동부채	233	216	211	214
매입채무	91	83	78	82
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	40	10	10	10
비유동부채	70	27	27	27
사채	50	-	-	-
장기차입금	3	10	10	10
부채총계	303	243	238	241
자배주주지분	287	348	407	467
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	249	249	249	249
이익잉여금	35	95	154	214
기타자본항목	0	0	0	0
비자배주주지분	-	-	-	-
자본총계	287	348	407	467

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	881	1,296	1,311	1,337
증가율(%)	-	47.1	1.2	2.0
매출원가	602	915	888	906
매출총이익	279	380	423	431
판매비와관리비	228	305	343	350
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	51	76	79	81
증가율(%)	-	48.0	4.8	2.2
영업이익률(%)	5.8	5.8	6.1	6.1
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-3	0	3	3
세전계속사업이익	44	77	78	79
법인세비용	9	15	17	17
세전계속이익률(%)	5.0	6.0	5.9	5.9
당기순이익	35	63	61	62
순이익률(%)	3.9	4.8	4.6	4.6
지배주주귀속 순이익	35	63	61	62
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	35	63	61	62
지배주주귀속총포괄이익	35	63	61	62

현금흐름표

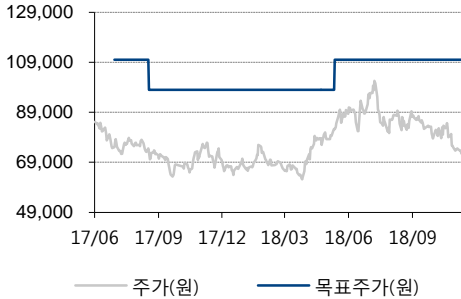
(단위:십억원)	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	97	56	51	58
당기순이익	35	63	61	62
유형자산감가상각비	-	-	-	-
무형자산상각비	1	-	-	-
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-58	-16	-16	-16
유형자산의 처분(취득)	-44	-30	-30	-30
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
금융상품의 증감	-17	-	-	-
재무활동 현금흐름	-49	-57	-3	-3
단기금융부채의증감	-	20	-	-
장기금융부채의증감	-	-50	-	-
자본의증감	14	0	-	-
배당금지급	-	-3	-2	-2
현금및현금성자산의증감	-9	39	42	50
기초현금및현금성자산	46	37	76	118
기말현금및현금성자산	37	76	118	168

주요투자지표

	2017E	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	6,928	8,070	7,731	7,901
BPS	37,786	44,409	51,914	59,589
CFPS	7,129	8,070	7,731	7,901
DPS	450	250	250	250
Valuation(배)				
PER		9.0	9.4	9.2
PBR		1.6	1.4	1.2
PCR		9.0	9.4	9.2
EV/EBITDA		6.5	5.7	5.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	24.2	19.7	16.1	14.2
EBITDA 이익률	5.9	5.8	6.1	6.1
부채비율	105.6	69.7	58.4	51.6
순부채비율	13.6	-21.0	-28.2	-35.3
매출채권회전율(x)	10.5	7.7	7.7	7.7
재고자산회전율(x)	17.3	12.6	12.5	12.3

자료: 매일유업, 하이투자증권 리서치센터

매일유업  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2017-06-05	Buy	110,000	6개월	-26.5%	-22.9%
2017-07-03	Buy	110,000	1년	-31.1%	-28.4%
2017-08-22	Buy	98,000	1년	-28.3%	-15.9%
2018-05-16	Buy	110,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자: 이경신)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
  - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
  - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
  - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
  - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-